

2020-11-18 08:41

Cena docelowa [PLN]	23
Wycena DCF [PLN]	20
Wycena porównawcza [PLN]	27
Cena rynkowa [PLN]	18,2
Pot.wzrostu/spadku [%]	27,53%
Kapitalizacja [mln PLN]	53,4
Free float [mln PLN]	19,7
Sektor	BUDOWNICTWO PRZEMYSŁOWE
Kod GPW	PRM
Bloomberg	PRM PW

Analitik:
Tomasz Czarnecki

Tel.: (22) 53 95 542

Artur Wizner

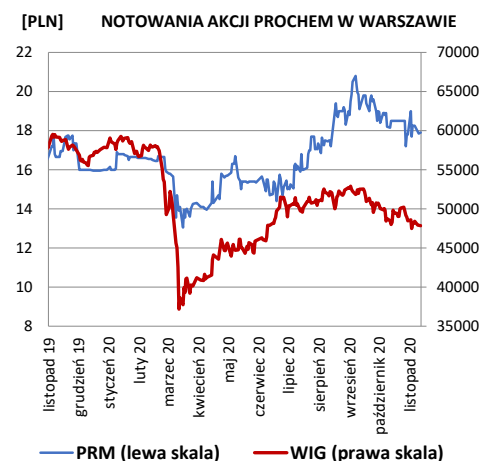
Tel.: (22) 53 95 548

Profil Spółki:

Firma inżynierska, która specjalizuje się w kompleksowym projektowaniu oraz realizacji inwestycji budowlanych. Uczestniczy też w organizacji i zarządzaniu inwestycją pełniąc funkcję doradcy, dewelopera, inwestora zastępczego, inspektora nadzoru inwestorskiego, inżyniera kontraktu FIDIC, czy też generalnego realizatora inwestycji. Świadczy również usługi konsultingowe w zakresie realizacji kontraktów finansowanych z funduszy pomocowych Unii Europejskiej.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze :	[%]
Steven Trappan	33,23
APUS S.A.	10,62
PTE PZU S.A.	9,71
Andrzej Karczykowski	9,66
Pozostali	36,78

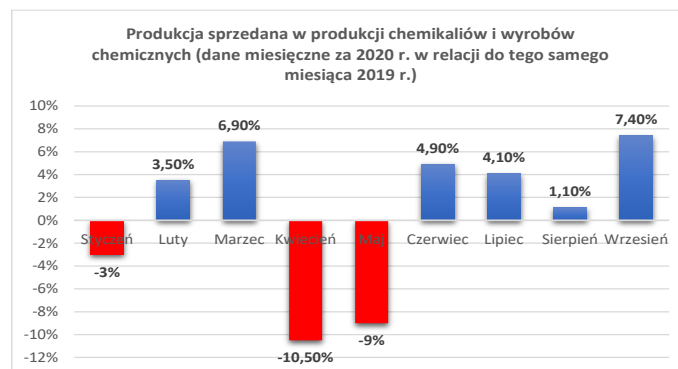


PROCHEM S.A.

Raport Analityczny

Pozostajemy pozytywnie nastawieni do Spółki. Zauważamy jednak wolniejsze tempo realizacji kontaktów, a w związku z tym słabsze wyniki za III kw.'20 w stosunku do naszych prognoz. Brak sprzedaży Astrum Business Park, powoduje konieczność modyfikacji założeń oraz nieznacznie obniża naszą wycenę akcji Prochem-u w horyzoncie do końca 2020 roku do 23,20 zł na akcję wobec wyceny 24,00 zł.

Pomimo pandemii i zamrożenia gospodarki przemysł chemiczny radzi sobie całkiem dobrze. Realizowane przez Prochem kontrakty, są w naszej ocenie niezagrożone, choć ich termin realizacji może wydłużyć się w czasie. Nie widzimy podstaw, dla których spółki z branży miałyby ograniczać przyszłoroczne Capexy.



źródło: GUS

Analizując dane GUS dotyczące produkcji sprzedanej w polskim przemyśle chemicznym nie widać kryzysu w branży w 2020 r. Wpływ pandemii Covid-19 pojawił się w kwietniu i w maju, ale wyniki z pozostałych miesięcy dają powody do optymizmu.

[mln PLN]	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody ze sprzedaży	323	350	371	386	401
EBITDA	12,1	11,0	9,7	11,0	13,1
marża EBITDA	3,8%	3,1%	2,6%	2,9%	3,3%
EBIT	6,5	5,9	7,1	8,3	10,3
Wynik netto	8,0	5,2	6,2	7,2	8,9
Kapitał własny	98,6	103,8	110,2	117,8	127,3
Dług netto	-4,8	-0,4	-4,6	-5,1	-11,0
P/E	6,6	10,2	8,7	7,4	6,0
P/BV	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	4,0	4,8	5,0	4,4	3,2

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

PROCHEM S.A.

Aktualizacja Raportu Analitycznego

Spis treści

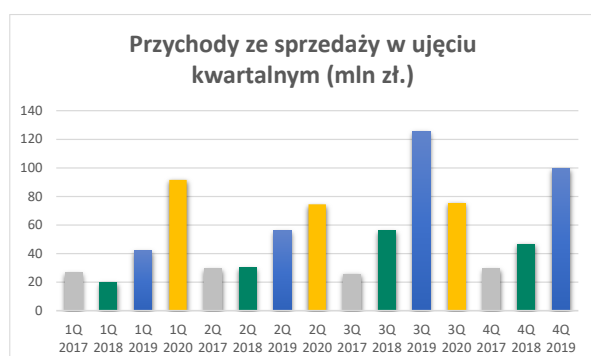
1. SYTUACJA FINANSOWA.....	3
2. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH.....	4
3. WYCENA	5
4. PROGNOZY FINANSOWE.....	8
5. CZYNNIKI RYZYKA	11

1. SYTUACJA FINANSOWA

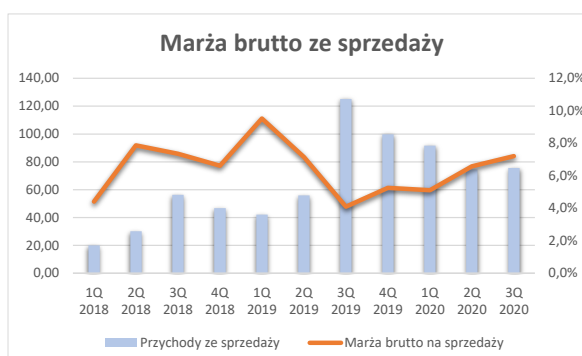
W trzecim kw. 2020 PROCHEM odnotował przychody na podobnym poziomie do poprzedniego kwartału. Jest to zgodne z prognozami Zarządu Spółki zakładającymi utrzymanie poziomu sprzedaży dzięki posiadanemu portfelowi zleceń. Mimo poprawy marży brutto na sprzedaży, dalszy wzrost kosztów ogólnego zarządu w głównej mierze przyczynił się do spadku marży EBITDA do 4%, marży netto do 1,6% oraz zysku netto z 3,14 mln zł w II kw. do 1,19 mln zł w III kw. 2020 roku.

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	1Q 2018	2Q 2018	3Q 2018	4Q 2018	1Q 2019	2Q 2019	3Q 2019	4Q 2019	1Q 2020	2Q 2020	3Q 2020
Przychody ze sprzedaży	20 027,0	30 220,0	56 258,0	46 689,0	42 175,0	55 869,0	125 182,0	99 797,0	91 631,0	74 450,0	75 536,0
Przychody ze sprzedaży usług	20 020,0	29 171,0	55 769,0	45 327,0	40 220,0	55 370,0	124 943,0	98 670,0	91 279,0	73 650,0	74 227,0
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	7,0	1 049,0	489,0	1 362,0	1 955,0	499,0	239,0	1 127,0	352,0	800,0	1 309,0
Zysk brutto ze sprzedaży	883,0	2 381,0	4 135,0	3 089,0	4 018,0	3 996,0	5 126,0	5 243,0	4 688,0	4 898,0	5 447,0
Pozostałe przychody operacyjne	1 468,0	1 380,0	333,0	1 885,0	85,0	91,0	136,0	1 782,0	119,0	760,0	190,0
SG&A	3 583,0	3 553,0	3 141,0	4 462,0	3 036,0	3 383,0	3 388,0	4 211,0	3 450,0	3 753,0	4 229,0
EBITDA	-714,0	714,0	1 849,0	1 052,0	2 593,0	1 863,0	3 291,0	4 367,0	2 885,0	4 486,0	2 993,0
EBIT	-1 232,0	208,0	1 327,0	512,0	1 067,0	704,0	1 874,0	2 814,0	1 357,0	2 920,0	1 408,0
Przychody finansowe	143,0	165,0	216,0	161,0	148,0	193,0	274,0	1 228,0	322,0	101,0	79,0
Koszty finansowe	109,0	91,0	231,0	493,0	577,0	351,0	338,0	811,0	552,0	958,0	390,0
Udział w zysku js	300,0	-976,0	991,0	1 308,0	569,0	1 169,0	91,0	1 559,0	-1 015,0	1 514,0	509,0
Zysk brutto	-898,0	-694,0	2 303,0	1 488,0	1 207,0	1 715,0	1 901,0	4 878,0	172,0	3 577,0	1 606,0
Zysk netto za okres	-973,0	-629,0	1 978,0	1 463,0	990,0	1 590,0	1 571,0	3 892,0	-434,0	3 139,0	1 192,0
Marża brutto na sprzedaży	4,4%	7,9%	7,4%	6,6%	9,5%	7,2%	4,1%	5,3%	5,1%	6,6%	7,2%
Marża EBITDA	-3,6%	2,4%	3,3%	2,3%	6,1%	3,3%	2,6%	4,4%	3,1%	6,0%	4,0%
Marża netto	-4,9%	-2,1%	3,5%	3,1%	2,3%	2,8%	1,3%	3,9%	-0,5%	4,2%	1,6%

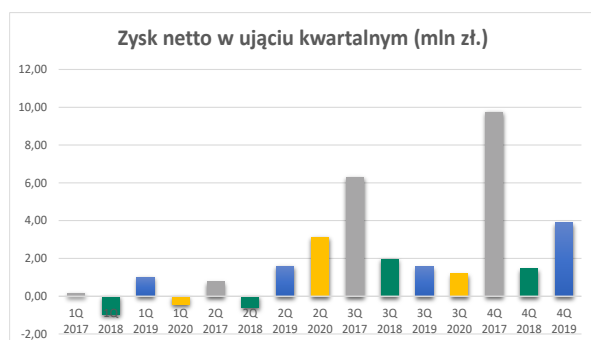
Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe



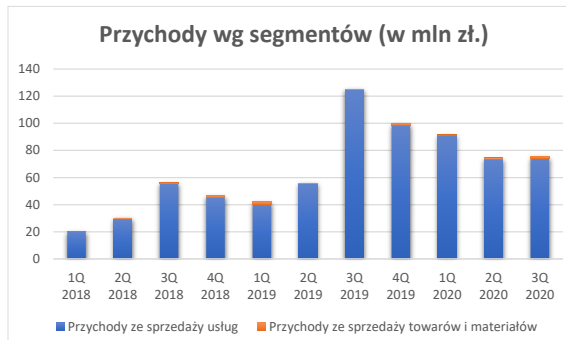
źródło: DM Banku BPS SA, Spółka



źródło: DM Banku BPS SA, Spółka



źródło: DM Banku BPS SA, Spółka



źródło: DM Banku BPS SA, Spółka

2. ZMIANA PROGNOZ FINANSOWYCH

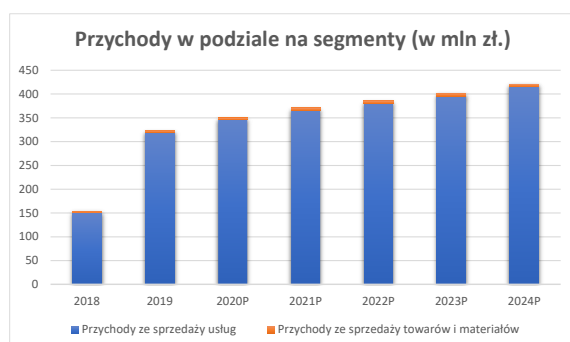
Tegoroczna ścieżka wynikowa znajduje się pod wpływem pandemii Covid19. W obliczu niekorzystnych warunków na rynku nieruchomości biurowych, Spółka nie sprzedała budynku Astrum Business Park przy ulicy Łopuszańskiej 95 w Warszawie a realizacja kontaktów przebiega wolniej niż zakładaliśmy. W związku z brakiem informacji o odstąpieniu od realizowanych zleceń, przesuwamy prognozowane przychody ze sprzedaży do przodu na dwa najbliższe lata uwzględniając w prognozie zawartą we wrześniu umowę na projektowanie terminala LNG z konsorcjum firm Porr S.A. oraz TGE Gas Engineering GmbH. W ślad za wynikami za dwa ostatnie kwartały podnosimy prognozowaną marżę brutto na realizowanych kontraktach. Z uwagi na wzrost tegoroczny kosztów ogólnego zarządu, spadek zysku pozostałych spółek wchodzących w skład grupy oraz trudną do oszacowania sytuację na rynku cen nieruchomości komercyjnych, prezentujemy bardziej konserwatywny stosunek do poziomu zysku netto zarówno w 2020 roku jak również w dwóch najbliższych latach.

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 04.09.2020 [tys. zł.]

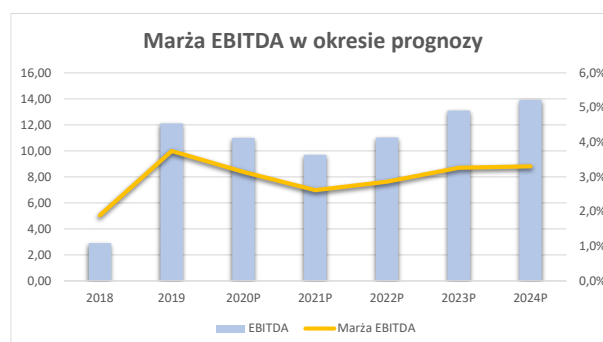
	2020P			2021P			2022P		
	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana	stara	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	459 183,7	349 887,9	-23,8%	306 122,4	370 881,1	21,2%	255 102,0	385 716,4	51,2%
Przychody ze sprzedaży usług	450 000,0	346 335,3	-23,0%	300 000,0	365 317,9	21,8%	250 000,0	379 930,6	52,0%
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	9 183,7	3 552,6	-61,3%	6 122,4	5 563,2	-9,1%	5 102,0	5 785,7	13,4%
Zysk brutto ze sprzedaży	19 749,5	20 876,7	5,7%	14 936,3	21 045,6	40,9%	13 471,9	22 267,4	65,3%
Pozostałe przychody operacyjne	2 608,0	2 094,0	-19,7%	1 738,7	2 219,6	27,7%	1 448,9	2 308,4	59,3%
Koszty ogólnego zarządu	12 126,9	14 647,6	20,8%	11 546,0	13 915,2	20,5%	10 993,0	14 402,2	31,0%
Pozostałe koszty operacyjne	3 030,6	1 409,1	-53,5%	2 020,4	1 775,7	-12,1%	1 683,7	1 846,7	9,7%
EBITDA	12 664,9	10 999,0	-13,2%	5 862,7	9 700,9	65,5%	5 306,7	11 032,2	107,9%
EBIT	7 200,0	5 899,0	-18,1%	3 108,6	7 074,4	127,6%	2 244,2	8 326,9	271,0%
Przychody finansowe	1 806,1	1 474,4	-18,4%	1 770,0	1 444,9	-18,4%	1 734,6	1 416,0	-18,4%
Koszty finansowe	2 035,5	2 907,8	42,9%	1 994,8	2 849,6	42,9%	1 954,9	2 792,7	42,9%
Udział w zysku js	4 816,1	1 863,4	-61,3%	3 210,7	1 928,6	-39,9%	2 675,6	1 996,1	-25,4%
Zysk brutto	11 986,8	6 329,0	-47,2%	6 094,6	7 598,3	24,7%	4 699,6	8 946,4	90,4%
Zysk netto za okres	9 938,1	5 247,3	-47,2%	5 052,9	6 154,6	21,8%	3 896,4	7 246,6	86,0%
Marża brutto ze sprzedaży	4,3%	6,0%		4,9%	5,7%		5,3%	5,8%	
Marża EBITDA	2,8%	3,1%		1,9%	2,6%		2,1%	2,9%	
Marża EBIT	1,6%	1,7%		1,0%	1,9%		0,9%	2,2%	
Marża netto	2,2%	1,5%		1,7%	1,7%		1,5%	1,9%	

Źródło: P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Wykresy przedstawiają prognozowane przychody oraz marżę EBITDA w latach 2020-24.



źródło: P-Prognoza DM Banku BPS SA, Spółka



źródło: P - prognoza DM Banku BPS SA, Spółka

3. WYCENA

PROCHEM wyceniliśmy dwiema metodami DCF oraz metodą porównawczą bazując na wskaźnikach P/E, P/BV i EV/EBIDTA dla zagranicznych spółek z sektora spółek inżynierskich, uzyskując średnią wycenę w horyzoncie do końca bieżącego roku na poziomie 23,20 zł na akcję.

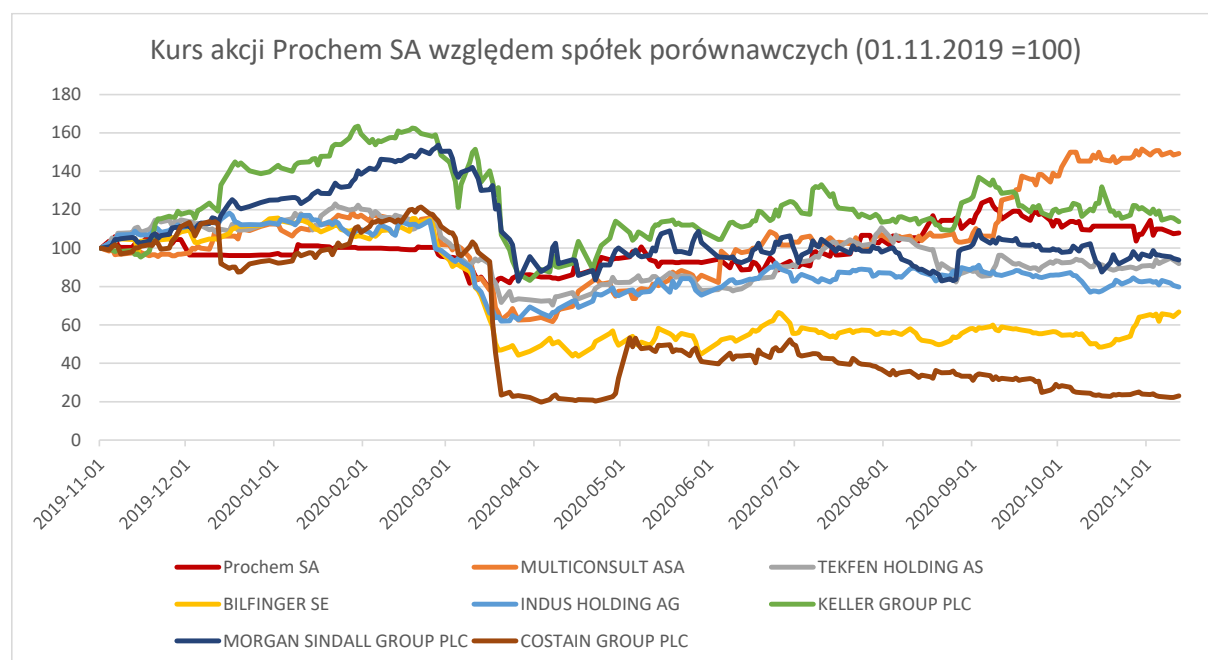
Cenę akcji PROCHEM S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 19,70 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 26,70 PLN.

Wycena porównawcza

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	26,7
Wycena DCF	50%	19,7
Cena wynikowa		23,2
Cena docelowa na koniec roku 2020		23,2

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

W analizie porównawczej wycenę akcji PROCHEM S.A. odnieśliśmy do 7 europejskich spółek inżynierskich. Poniższy wykres pokazuje, że marcowe spadki dotyczyły wszystkich spółek i miały miejsce na wielu różnych giełdach. Większość spółek, podobnie jak akcje PROCHEM-u, który posiada stabilny portfel kontraktów, zachowała się stabilnie na przestrzeni ostatniego roku. Również z uwagi na brak istotnych zmian w prognozowanych wskaźnikach na lata 2020-22 (P/E, P/BV, P/EBITDA) zachowujemy dotychczasową proporcję przyznawaną wycenie porównawczej oraz dochodowej.



źródło: Bloomberg

Wycena porównawcza

Firmy inżynierskie	Kurs akcji	Kapitalizacja mln zł.	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
KELLER GROUP PLC	623,00	2 256,6	7,6	8,0	9,5	-	-	-	3,7	3,9	4,1
MORGAN SINDALL GROUP PLC	1394,00	3 227,1	9,1	12,9	9,5	-	1,5	1,4	5,1	6,2	5,0
COSTAIN GROUP PLC	47,75	658,5	4,7	7,6	6,1	-	-	-	1,1	0,6	0,5
MULTICONSULT ASA	138,00	1 555,1	42,9	15,9	15,0	6,0	4,9	3,8	13,8	8,1	7,9
TEKFEN HOLDING AS	14,35	2 594,7	3,1	10,0	7,1	0,9	1,0	0,9	1,4	3,5	2,8
BILFINGER SE	22,30	4 428,4	14,8	-	21,8	0,7	0,8	0,8	5,2	10,0	5,9
INDUS HOLDING AG	30,10	3 305,9	12,8	-	12,0	1,0	1,1	1,0	5,9	9,4	6,7
Mediana			9,1	10,0	9,5	1,0	1,1	1,0	5,1	6,2	5,0
PROCHEM	18,20	53,4	10,2	8,7	7,4	0,5	0,5	0,5	4,4	5,0	4,4
premia (dyskonto)			0,1	-0,1	-0,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,1	-0,2	-0,1
Implikowana wycena	-	78,3	47,7	61,8	68,5	99,6	119,7	119,0	61,7	66,1	61,0
Wycena 1 akcji (PLN)			26,69								

Źródło: Bloomberg dane na 17.11.2020

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- + Beta na poziomie: 0,136 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG).
- + Premia za ryzyko: 5,5%.
- + Stopa wolna od ryzyka: 1,198% (co odpowiada oprocentowaniu obligacji skarbowych 10Y).
- + Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- + Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- + Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2020-24 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- + W modelu przyjmujemy, że spółka nie będzie wpłacała dywidendy.
- + W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2024 r.
- + Dług netto: na poziomie z końca 2019 roku.
- + Stopa wzrostu po okresie prognozy: 0,5% (co wynika charakteru branży budowlanej i przemysłowej).

Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [mln PLN]	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	323 023,0	349 887,9	370 881,1	385 716,4	401 145,0	421 202,3	423 308,3
EBITDA	12 114,0	10 999,0	9 700,9	11 032,2	13 098,9	13 921,8	13 977,0
EBIT	6 459,0	5 899,0	7 074,4	8 326,9	10 312,5	11 051,7	11 107,0
NOPLAT	8 043,0	5 247,3	6 154,6	7 246,6	8 933,8	9 613,0	9 613,0
Amortyzacja	5 655,0	5 100,0	2 626,5	2 705,3	2 786,5	2 870,0	2 870,0
CAPEX	5 797,0	849,0	1 507,5	2 492,7	3 477,5	2 870,0	2 870,0
Inwestycje w kapitał obrotowy	14 840,0	219,3	-2 480,6	-3 239,3	-258,8	8 948,4	8 948,4
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	-6 939,0	9 279,0	9 754,2	10 698,4	8 501,5	664,6	664,6
Współczynnik dyskontujący		1,00	0,96	0,92	0,89	0,86	0,82
DFCF		9 236,9	9 344,2	9 865,4	7 550,3	568,6	547,8
Stopa wzrostu po okresie prognozy		0,5%					
Wartość rezydualna (TV)		20 120,3					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		16 583,7					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		53 149,0					
Dług netto/(gotówka netto)		-4 779,0					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		57 928,0					
Ilość akcji [w mln]		2935,0					
Cena jednej akcji [PLN]		19,74					
Przychody zmiana r/r		8,3%	6,0%	4,0%	4,0%	5,0%	0,5%
EBIT zmiana r/r		-8,7%	19,9%	17,7%	23,8%	7,2%	0,5%
FCF zmiana r/r		-233,7%	5,1%	9,7%	-20,5%	-92,2%	0,0%
Marża EBITDA		3,1%	2,6%	2,9%	3,3%	3,3%	3,3%
Marża EBIT		1,7%	1,9%	2,2%	2,6%	2,6%	2,6%
Marża NOPLAT		1,5%	1,7%	1,9%	2,2%	2,3%	2,3%
CAPEX/Przychody		0,2%	0,4%	0,6%	0,9%	0,7%	0,7%
CAPEX/Amortyzacja		16,6%	57,4%	92,1%	124,8%	100,0%	100,0%
Zmiana kapitału obrotowego		219,32	-2 480,63	-3 239,31	-258,77	8 948,38	8 948,38
EV/EBITDA ('20) dla wyceny DCF		4,8					
P/E ('20) dla wyceny DCF		-547,8					
Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w		31,2%					

Kalkulacja WACC	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	TV
Stopa wolna od ryzyka	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,20%	1,2%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
Beta (zlewarowana)	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41	0,41
Koszt kapitału własnego	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Udział kapitału własnego	52,9%	55,1%	58,2%	63,7%	66,5%	66,5%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	47,1%	44,9%	41,8%	36,3%	33,5%	33,5%
WACC	3,94%	3,91%	3,89%	3,83%	3,80%	3,80%

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

Wrażliwość modelu DCF

Zmiana oszacowanej wartości ceny akcji metodą DCF ze względu na zmianę średnio ważonego kosztu kapitału (WACC) oraz współczynnika wzrostu (g) po okresie prognozy.

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-0,40%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	1,00%	18	18	19	19	19	19	20	22	24
	0,75%	18	19	19	19	19	20	21	22	25
	0,50%	19	19	19	19	19	20	21	23	26
	0,25%	19	19	19	19	19	20	22	24	27
	0,00%	19	19	19	20	20	21	22	25	28
	-0,25%	19	20	20	20	20	21	23	25	30
	-0,50%	20	20	20	20	20	22	24	27	33
	-0,75%	20	20	20	21	21	22	24	28	36
	-1,00%	20	21	21	21	21	23	25	30	40

Źródło: DM Banku BPS S.A.

4. PROGNOZY FINANSOWE

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	112 006,0	153 194,0	323 023,0	349 887,9	370 881,1	385 716,4	401 145,0	421 202,3
Przychody ze sprzedaży usług	111 133,0	150 287,0	319 203,0	346 335,3	365 317,9	379 930,6	395 127,9	414 884,2
Przychody ze sprzedaży towarów i materiałów	873,0	2 907,0	3 820,0	3 552,6	5 563,2	5 785,7	6 017,2	6 318,0
Koszt własny sprzedaży	108 285,0	142 706,0	304 640,0	329 011,2	349 835,5	363 449,0	376 406,4	395 226,7
Koszty wytworzenia sprzedanych usług	107 547,0	140 015,0	301 385,0	325 495,8	344 494,8	357 894,6	370 629,9	389 161,4
Wartość sprzedanych towarów i materiałów	738,0	2 691,0	3 691,0	3 506,5	5 340,7	5 554,3	5 776,5	6 065,3
Zysk brutto ze sprzedaży	3 721,0	10 488,0	18 383,0	20 876,7	21 045,6	22 267,4	24 738,6	25 975,5
Pozostałe przychody operacyjne	664,0	5 066,0	2 094,0	2 094,0	2 219,6	2 308,4	2 400,8	2 520,8
Koszty ogólnego zarządu	13 328,0	13 315,0	12 737,0	14 647,6	13 915,2	14 402,2	14 906,3	15 428,0
Pozostałe koszty operacyjne	742,0	1 424,0	1 281,0	1 409,1	1 775,7	1 846,7	1 920,6	2 016,6
Zysk na działalności operacyjnej	17 088,0	815,0	6 459,0	5 899,0	7 074,4	8 326,9	10 312,5	11 051,7
Przychody finansowe	555,0	685,0	1 843,0	1 474,4	1 444,9	1 416,0	1 387,7	1 359,9
Zysk ze sprzedaży udziałów jednostki podporządk.	0,0	0,0	88,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	1 024,0	924,0	2 077,0	2 907,8	2 849,6	2 792,7	2 736,8	2 682,1
Udział w zysku js	3 461,0	1 623,0	3 388,0	1 863,4	1 928,6	1 996,1	2 066,0	2 138,3
Zysk brutto	20 080,0	2 199,0	9 701,0	6 329,0	7 598,3	8 946,4	11 029,4	11 867,9
Podatek dochodowy część bieżąca	3 104,0	360,0	1 658,0	1 081,7	1 443,7	1 699,8	2 095,6	2 254,9
część odroczone	350,0	69,0	257,0	162,3	216,6	255,0	314,3	338,2
ZN z działalności kontynuowanej	16 976,0	1 839,0	8 043,0	5 247,3	6 154,6	7 246,6	8 933,8	9 613,0
Zysk netto za okres	16 976,0	1 839,0	8 043,0	5 247,3	6 154,6	7 246,6	8 933,8	9 613,0

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Prognoza bilansu

BILANS (w tys. zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTYWA	156 824	149 778	255 602	260 550	263 764	260 002	270 785	287 179
Aktywa trwałe	82 670	86 785	113 488	117 409	116 342	117 207	122 136	123 324
Rzeczowe aktywa trwałe	22 481	22 847	17 832	17 000	17 510	18 035	18 576	19 134
Wartości niematerialne	242	182	130	90	90	90	90	90
Nieruchomości inwestycyjne	11 312	11 990	8 310	8 726	8 726	8 726	8 726	8 726
Akcje i udziały	830	830	830	830	830	830	830	830
Akcje i udziały w jedn. wycenianych metodą praw własności	26 139	28 111	31 499	32 843	34 244	35 705	37 229	38 817
Należności z tytułu zatrzymanych kaucji		63	11	931	61	51	53	54
Pozostałe aktywa finansowe	18 713	20 422	26 884	27 422	27 841	27 970	28 398	31 994
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	2 953	2 340	1 083	3 619	1 227	1 445	1 781	1 917
Aktywa obrotowe	74 154	62 993	142 114	143 140	147 422	142 795	148 649	163 855
Zapasy	2 222	3 378	4 158	4 592	3 061	2 551	2 628	2 706
Należności handlowe oraz pozostałe należności	32 236	41 472	77 980	87 089	92 720	96 429	100 286	105 301
Kwoty należne od odbiorców z tytułu umów		13 691	22 851	16 762	22 253	23 143	24 069	25 272
Pozostałe aktywa finansowe			1 401	1 192	1 192	1 192	1 192	1 192
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	28 815	3 250	34 781	32 143	26 762	17 556	18 237	24 463
Pozostałe aktywa	10 881	1 202	943	1 363	1 433	1 923	2 238	4 921
PASYWA	156 824	149 778	259 375	260 550	263 763	260 002	270 785	287 178
Kapitał własny	111 766	90 410	98 613	103 753	110 205	117 832	127 252	137 388
Kapitały przypadające akcjonariuszom jednostki dominującej	105 242	83 940	91 816	97 063	103 530	111 102	120 376	130 345
Kapitał podstawowy	3 895	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935	2 935
Kapitał z aktualizacji wyceny	11 521	11 789	6 928	6 928	7 240	7 566	7 906	8 262
Zyski zatrzymane	89 826	69 216	81 953	87 200	93 355	100 601	109 535	119 148
Udziały niekontrolujące	6 524	6 470	6 797	6 690	6 676	6 730	6 875	7 043
Zobowiązania	45 058	59 368	160 762	156 796	153 558	142 170	143 533	149 791
Zobowiązania długoterminowe	4 692	8 404	45 517	40 744	30 744	20 744	15 994	15 994
<i>w tym zobowiązania finansowe</i>	141	534	23 750	24 750	14 750	4 750	0	0
Zobowiązania krótkoterminowe	40 366	50 964	115 245	116 052	122 814	121 426	127 539	133 797
<i>w tym zobowiązania finansowe</i>	2 233	7 415	6 252	6 998	7 418	7 714	7 196	7 436
<i>w tym zobowiązania handlowe oraz inne operacyjne</i>	27 024	34 528	100 171	104 966	111 264	115 715	120 344	126 361

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Prognoza przepływów finansowych.

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (w tys. zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przeplwy operacyjne	33 696	-4 594	35 949	5 610	11 410	6 378	9 597	10 578
Wynik brutto	20 080	2 199	9 701	6 329	7 598	8 946	11 029	11 868
Udział w zyskach jednostek stowarzyszonych	-3 461	-1 623	-3 388	-1 863	-1 929	-1 996	-2 066	-2 138
Amortyzacja	2 014	2 085	5 655	5 100	2 627	2 705	2 786	2 870
Odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)	197	156	1 034	373	386	399	413	428
trafa ze zbycia składników rzeczowych aktywów trwałych	84	-115	-1 545	581	747	958	762	822
Zmiana stanu zapasów	2 643	-1 156	-780	-434	1 531	510	-77	-79
Zmiana stanu należności	24 599	-13 956	-45 388	-9 109	-5 631	-9 340	-7 566	-8 871
Zmiana stanu zobowiązań	-11 560	7 728	79 442	4 795	6 298	4 451	4 629	6 017
Zapłacony podatek dochodowy	-789	354	-281	-162	-217	-255	-314	-338
Przeplwy inwestycyjne	370	-1 130	5 797	849	1 508	2 493	3 478	2 870
Przeplwy finansowe	-9 034	-18 698	-10 215	-9 097	-18 298	-18 077	-12 394	-7 222
Zmiana stanu środków pieniężnych	25 032	-24 422	31 531	-2 638	-5 381	-9 206	680	6 226
Środki pieniężne na koniec okresu	28 815	3 254	34 781	32 143	26 762	17 556	18 237	24 463

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

Analiza wskaźnikowa.

DANE FINANSOWE	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody zmiana r/r	-33,8%	36,8%	110,9%	8,3%	6,0%	4,0%	4,0%	5,0%
EBITDA zmiana r/r	-188,0%	-84,8%	317,7%	-9,2%	-11,8%	13,7%	18,7%	6,3%
EBIT zmiana r/r	-172,0%	-95,2%	692,5%	-8,7%	19,9%	17,7%	23,8%	7,2%
Zysk netto zmiana r/r	-175,9%	-89,2%	337,4%	-34,8%	17,3%	17,7%	23,3%	7,6%
Marża brutto na sprzedaży	3,3%	6,8%	5,7%	6,0%	5,7%	5,8%	6,2%	6,2%
Marża EBITDA	17,1%	1,9%	3,8%	3,1%	2,6%	2,9%	3,3%	3,3%
Marża EBIT	15,3%	0,5%	2,0%	1,7%	1,9%	2,2%	2,6%	2,6%
Marża brutto	17,9%	1,4%	3,0%	1,8%	2,0%	2,3%	2,7%	2,8%
Marża netto	15,2%	1,2%	2,5%	1,5%	1,7%	1,9%	2,2%	2,3%
COGS / Przychody	96,7%	93,2%	94,4%	94,0%	94,3%	94,2%	93,8%	93,8%
SG&A / Przychody	12,6%	9,6%	4,3%	4,6%	4,2%	4,2%	4,2%	4,1%
SG&A / COGS	13,0%	10,3%	4,6%	4,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,4%
ROE	15,2%	2,0%	8,2%	5,1%	5,6%	6,1%	7,0%	7,0%
ROA	12,8%	1,5%	3,8%	2,4%	2,9%	3,4%	4,1%	4,1%
Dług	2 374,0	7 949,0	30 002,0	31 747,8	22 167,6	12 464,3	7 195,9	7 436,0
D/(D+E)	2,1%	8,1%	23,3%	23,4%	16,7%	9,6%	5,4%	5,1%
D/E	2,1%	8,8%	30,4%	30,6%	20,1%	10,6%	5,7%	5,4%
EV	79 858,0	48 718,0	58 196,0	53 812,1	58 011,5	58 508,9	64 457,7	70 443,8
Dług / EV	3,0%	16,3%	51,6%	59,0%	38,2%	21,3%	11,2%	10,6%
CAPEX / Przychody	1,5%	0,8%	0,5%	0,1%	-0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
CAPEX / Amortyzacja	81,7%	55,4%	26,2%	18,3%	-16,3%	19,4%	19,4%	19,4%
Amortyzacja / Przychody	1,8%	1,4%	1,8%	0,4%	1,4%	0,7%	0,7%	0,7%
Zmiana KO / Przychody	14,0%	-4,8%	10,3%	0,0%	-1,3%	0,6%	-1,1%	-0,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-27,4%	-17,9%	19,6%	0,0%	-22,6%	14,8%	-28,4%	-15,0%

Źródło: DM Banku BPS S.A.

5. CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko koniunktury na rynku inwestycyjnym.

Część firm wchodzących w skład Grupy Kapitałowej świadczy usługi na rynku inwestycyjnym, charakteryzującym się dużą skalą wahań popytu silnie powiązanego z ogólną sytuacją makroekonomiczną kraju, na którą obecnie bardzo mocno wpływa pandemia SARS-CoV-2. Stosowane przez Grupę metody ograniczenia negatywnego wpływu tego czynnika na wyniki finansowe (gromadzenie rezerw finansowych, dywersyfikacja świadczonych usług, stosowanie odpowiednich narzędzi i rozwiązań informatycznych), mogą nie w pełni zneutralizować to ryzyko.

Ryzyko wystąpienia zagrożeń przy wykonywaniu kontraktów.

Rodzaje działalności prowadzone w spółkach z Grupy Kapitałowej, polegające na przygotowaniu i zarządzaniu skomplikowanymi technicznie projektami inwestycyjnymi, realizowanymi na podstawie kontraktów zawieranych w warunkach silnej konkurencji cenowej, generują ryzyko wystąpienia problemów technicznych i finansowych.

Ryzyko kar umownych

Naliczenie kar umownych, zwykle w wysokości 10% kontraktu, może znacznie pogorszyć sytuację finansową Spółki a konieczność ich zapłaty może skutkować utratą płynności.

Ryzyko związane z personelem.

Ryzyko uzależnienia od personelu występuje szczególnie w jednostce dominującej. Podnoszenie jakości świadczonych usług, podejmowanie się realizacji skomplikowanych projektów technologicznych, wykorzystywanie nowoczesnych systemów informatycznych oraz praca na rzecz renomowanych klientów wymaga od pracowników najwyższych kwalifikacji zawodowych. Pozyskanie takich osób, szczególnie w sytuacji liberalizacji europejskiego rynku pracy może być trudne. Spółka próbuje minimalizować to zagrożenie podnosząc kwalifikacje zatrudnionego personelu i stosując programy motywacyjne wiążące pracowników z firmą.

Ryzyko walutowe

Część kontraktów (głównie kontrakty jednostki dominującej) na sprzedaż usług zawierana jest z firmami zagranicznymi w walutach obcych (EUR, USD). W przypadku znacznego umocnienia się waluty krajowej może to mieć niekorzystny wpływ na wyniki Grupy. Ryzyko to jest niwelowane w sposób naturalny, poprzez zakup urządzeń i usług niezbędnych do realizacji tych kontraktów za granicą.

Ryzyko uzależnienia od znaczących nabywców usług

Realizacja kontraktów o dużej wartości wymaga poniesienia znacznych nakładów na zakup usług i urządzeń, które w następnej kolejności w formie gotowego obiektu są sprzedawane klientowi. Brak odpowiedniej korelacji pomiędzy ponoszonymi wydatkami, a wpływami z tytułu realizacji umowy z klientem może powodować konieczność korzystania przez spółkę z finansowania zewnętrznego. Ryzyko to jest w dużym stopniu zabezpieczane poprzez odpowiednie zapisy w umowie.

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

CAPEX (*ang. capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

DCF (*ang. discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i zdyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

DFCF – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

EBIT (*ang. earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

EBITDA (*ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (*ang. amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (*ang. depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

EV (*ang. Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

EV/EBITDA - wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

FCFF (*ang. Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

FIDIC Fédération Internationale Des Ingénieurs-Conseils to Międzynarodowa Federacja Inżynierów Konsultantów, która osiągnęła międzynarodowy autorytet i pozycję głównie dzięki opracowaniu publikacji posiadających podstawowe znaczenie dla realizacji inwestycji inżyniersko – budowlanych. Wzory FIDIC dotyczące procedur przetargowych oraz zawierania umów i kontraktów budowlanych są zgodne z wymaganiami Banku Światowego, EBOR i PHARE (europejskie fundusze pomocowe – granty)

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

NOPLAT – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT*(1 - stopa podatkowa).

P/BV (*ang. price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

P/E (*ang. price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

PV TV – wartość bieżąca (*ang. Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

TP – (*ang. Target Price*) – cena docelowa.

TV (*ang. Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

WACC (*ang. weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

- „**kupuj**” oznacza fundamentalnie niedowartościowany -prognozowanie wzrostu o co najmniej 10%
- „**trzymaj**” oznacza fundamentalnie właściwie wyceniony- prognozowanie wzrostu bądź spadku do 10%
- „**sprzedaj**” oznacza fundamentalnie przewartościowany -prognozowanie spadku ponad 10%

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejszy raport analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na podstawie umowy zawartej pomiędzy DM Banku BPS SA a GPW S.A w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”. Opracowanie publikowane jest w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 18 listopada 2020 roku, 08:50

Dystrybucja niniejszego opracowania: 18 listopada 2020 roku, 08:55

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania, lub jego zleceniodawców.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: (1) osobistej rekomendacji; bądź (2) porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź (3) oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególny sposób; bądź (4) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta, ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złożył Emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z Emitentem.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem: https://dmbps.pl/informacje/221/Materialy_Analityczne.

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:

https://dmbps.pl/informacje/228/Regulamin_zarzadzania_konfliktami_interesow_w_Domu_Maklerskim_Banku_BPS_SA

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą DM BPS, to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez DM BPS. Odbiorca powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Prawa autorskie do opracowania przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20. Nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 www.dmbps.pl dm@dmbps.pl	
Departament Analiz	
Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542 Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548	Wojciech Białek Analityk Jacek Borawski Analityk techniczny
Departament Sprzedaży	
Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541 Artur Kobos, MPW Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży artur.kobos@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 511	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560 <small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>

Wykaz rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Data ważności	Sporządził
PROCHEM	nd	23,20	18,20	Raport Aktualizujący	18.11.2020	31.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
PROCHEM	nd	24,00	20,50	Raport Inicjujący	04.09.2020	31.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,94	2,93	Raport Aktualizujący	07.07.2020	31.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
NEUCA	nd	464,00	405,00	Raport Aktualizujący	26.03.2020	31.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
JSW	Kupuj	36,00	21,38	Raport Inicjujący	31.12.2019	31.12.2019	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
NEUCA	nd	386,00	366,00	Raport Aktualizujący	15.11.2019	31.12.2019	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner